



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال دهم / شماره سی‌وهشتم / تابستان ۱۴۰۰

ارائه الگوی اثر عدم اطمینان از نرخ تورم و بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری (مورد کاوی: شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

هوشنگ علیپور

گروه مدیریت صنعتی - مالی، واحد بین الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران،
Houshang872@gmail.com

رضا تهرانی

استاد مدیریت مالی، دانشگاه تهران، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)
rtehrani@ut.ac.ir

ابوتراب علیرضایی

دانشیار مدیریت صنعتی - تولید، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران،
eng.m_alirezaie@yahoo.com

قنبر عباس‌پور اسفندن

استادیار مدیریت صنعتی - تحقیق در عملیات - تصمیم‌گیری گروهی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
gh_abbaspour@azad.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۲/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۴/۱۷

چکیده

هدف اصلی و اساسی تحقیق حاضر ارائه الگوی اثر عدم اطمینان از نرخ تورم و بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری می‌باشد. این تحقیق از نظر هدف جزء تحقیقات کاربردی به حساب می‌آید. همچنین این تحقیق از نظر روش‌شناسی، از نوع تحقیقات پس‌رویدادی می‌باشد. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نظر نوع توصیفی - پیمایشی از نوع همبستگی و بر اساس معادلات رگرسیونی است. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ می‌باشند که با در نظر گرفتن محدودیت‌های سیستماتیک، نمونه آماری به اندازه ۱۲۲ شرکت از بین شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج تحلیل‌ها نشان داد عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. همچنین بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. در نهایت تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ناطمینانی تورم زیاد است.

واژه‌های کلیدی: عدم اطمینان از نرخ تورم، بیش اعتمادی مدیران، افزایش در سرمایه‌گذاری.

۱- مقدمه

تقریباً اکثر اقتصاددانان بی‌توجه به مکتب و دیدگاه فکری خود، به تشکیل سرمایه و انجام اقداماتی استراتژیک در راستای افزایش در سرمایه‌گذاری به مثابه مهمترین عامل تعیین کننده رشد و توسعه تأکید زیادی دارند (موئز و آمینا^۱، ۲۰۱۸). با این وجود واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبه‌رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسأله‌ی اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد. به عبارتی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه و کارا می‌شود (لارا^۲ و همکاران، ۲۰۱۶). از این‌رو، واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند تا بدین وسیله حداکثر کارایی را از سرمایه‌گذاری خود کسب نمایند و به یک سرمایه‌گذاری مضاعف دست یابند (نوروزی، ۱۳۹۴). افزایش در سرمایه‌گذاری، فعالیتی برای کسب سود است و ناطمینانی و ریسک، دو عاملی هستند که بر سود انتظاری و در نتیجه تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری موثرند (خیانو و ژو^۳، ۲۰۱۷). با این وجود رشد سطح عمومی قیمت‌ها در اصطلاح تورم خوانده می‌شود که از پدیده‌های زیانبار اقتصادی است و در نرخ‌های بالای خود هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی زیادی بر جوامع تحمیل می‌کند. اما اصلی‌ترین و مهمترین زیان اقتصادی ناشی از تورم، عدم اطمینان از نرخ تورم و یا عبارتی اطمینان نداشتن از مقدار آن در دوره‌های آینده است. عدم اطمینان به حالتی گفته می‌شود که در آن دانش فرد یا افراد محدود است و توضیح کامل حالت و یا نتیجه‌ای که بدست آمده یا می‌آید، ممکن نیست (وانگ^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). ناطمینانی تورمی فضایی است که در آن تصمیم‌گیران اقتصادی از جمله خانوارها، بنگاه‌ها یا بخش دولتی در زمینه‌های مختلف با عدم اطمینان از نرخ تورم در آینده همراه است. ناطمینانی درباره نرخ تورم آینده حالت ناطمینانی و بی‌ثباتی در قیمت‌ها را به وجود می‌آورد و از این کانال مدام سبب تغییرات در تصمیمات اقتصادی می‌شود. در فضای ناطمینانی فعالان اقتصادی تصمیماتی می‌گیرند که با انتظارات آنها مغایر است. با افزایش عدم اطمینان از نرخ تورم، برآورد هزینه و درآمدهای آتی فعالیت‌ها غیرشفاف شده و این امر می‌تواند اثرات نامطلوبی بر تخصیص منابع و کارایی فعالیت‌های اقتصادی داشته باشد (نوروزی، ۱۳۹۴). با افزایش عدم اطمینان از نرخ تورم کارایی مکانیزم قیمت در تخصیص بهینه منابع دچار اختلال شده و نهایتاً تأثیر منفی روی تولید خواهد گذاشت. عدم اطمینان از نرخ تورم با تحت تأثیر قراردادن نرخ‌های بهره کلیه تصمیمات درون زمانی تخصیص منابع را تغییر می‌دهد. ضمن اینکه هزینه واقعی تولید و همچنین قیمت نسبی کالاهای نهایی را تغییر داده و تخصیص بین زمانی منابع را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بسیاری از پژوهشگران از «عدم اطمینان از نرخ تورم» به عنوان کانالی نام می‌برند که در اثر آن «هزینه‌های حقیقی تورم به بخش سرمایه‌گذاری منتقل می‌شود (وانگ و همکاران، ۲۰۱۶). در این بین بیش اعتمادی بعنوان یک مفهوم بین رشته‌ای، با درجه‌بندی و احتمال قضاوت در روانشناسی همراه است. مدیران بیش اعتماد را می‌توان بعنوان مدیران خلاف قاعده تعریف کرد، در مفهوم مالی بیش اعتمادی بعنوان یک برآورد

و یا تفسیر از میزان دانش و یا اطلاعات خصوصی تعریف شده است (لو و لئو، ۲۰۱۷). بیش اعتمادی (خوش بینی) مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. در مبانی نظری، مدیران بیش اعتماد بعنوان مدیرانی که بطور منظم بازده‌های آتی از پروژه‌های شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریان نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویدادهای منفی مؤثر بر جریان نقدی شرکت خود را کمتر از حد واقع برآورد می‌کند، شناخته می‌شود (لئو، ۲۰۱۷). هیتون^۷ (۲۰۰۲) اصطلاح بیش‌اعتمادی^۸ را برای مدیرانی بکار برد که بطور منظم و سیستماتیک، سودآوری ناشی از عملکرد شرکتهای خوب را بیش از حد و سودآوری ناشی از عملکرد شرکتهای ضعیف را کمتر از حد برآورد می‌کنند. تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که بیش اعتمادی بر روی سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و مدیریت سود شرکت تأثیر دارد (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۵). بیش اعتمادی بر روی سیاستهای شرکت از قبیل خط‌مشی و سیاستهای حسابداری شرکت موضوع مهمی است؛ چرا که بیش اعتمادی می‌تواند منجر به تصمیماتی گردد که ارزش شرکت را از بین می‌برد. بعنوان مثال رول^۹ (۱۹۸۶) معتقد است که دلیل درگیر شدن مدیران در فعالیتهای ادغام و تحصیل نابودکننده ارزش شرکت، بیش اعتمادی است. اختلال در فعالیتهای سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاستهای حسابداری می‌تواند هزینه‌بر باشد. از سویی بیش اعتمادی می‌تواند تحت شرایطی منجر به ایجاد منافعی برای شرکت گردد. به عنوان مثال انگیزه ریسک‌پذیری به وسیله مدیران دارای اعتماد بیش از حد نسبت به سایر مدیران دارای هزینه کمتری است (مورفی^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۵). با توجه به ضرورتهای اشاره شده در بالا محقق به دنبال یافتن پاسخ مناسبی به این پرسش است که عدم اطمینان از نرخ تورم و بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارد؟

۲- مبانی نظری

پیری و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی با موضوع «بررسی رابطه بین نااطمینانی تورم و هموارسازی سود با پاداش پرداخت شده به اعضای هیأت مدیره» به این نتیجه رسیدند که بین نااطمینانی تورم و هموارسازی سود با پاداش پرداخت شده به اعضای هیأت مدیره رابطه معناداری وجود دارد. دارابی و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با موضوع «تبیین اعتماد بیش از حد به مدیران بر کیفیت گزارشگری و عوامل مؤثر در این ارتباط» به این نتیجه رسیدند که اعتماد بیش از حد به مدیران بر کیفیت گزارشگری تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بزرگ‌اصل و صالح‌زاده (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان «بیش اعتمادی به مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی» به این نتیجه رسیدند که بین بیش اعتمادی به مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی رابطه معناداری وجود دارد. فروغی و نخبه‌فلاح (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان «تأثیر بیش اعتمادی بر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بیش اعتمادی بر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. بزرگ‌اصل و صالح‌زاده (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان «رابطه بیش اعتمادی و پایداری سود و جریانهای نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این

نتیجه رسیدند که بین بیش اعتمادی و پایداری سود و جریانهای نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد. ستایش و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان «بررسی اثر تعاملی بیش اعتمادی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. نوروزی (۱۳۹۴) در تحقیقی با موضوع «بررسی تأثیر ناطمینانی نرخ تورم و عدم تقارن اطلاعاتی بر سرمایه‌گذاری مضاعف شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که ناطمینانی نرخ تورم و عدم تقارن اطلاعاتی بر سرمایه‌گذاری مضاعف شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. پیرمادی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی با موضوع «بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر کیفیت اقلام تعهدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی مدیریت بر کیفیت اقلام تعهدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی‌داری دارد. عباس‌زاده و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با موضوع «تأثیر اعتماد بیش از حد بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که اعتماد بیش از حد بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر مثبت و معناداری دارد. نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با موضوع «بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

وانگ و همکاران (۲۰۰۹) در تحقیقی با موضوع «تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر سرمایه‌گذاری مضاعف» به این نتیجه رسیدند که اعتمادی مدیران بر سرمایه‌گذاری مضاعف تأثیر معناداری دارد. چن و لی (۲۰۱۳) در تحقیقی با موضوع بیش اعتمادی و اثربخشی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت به این نتیجه رسیدند که بین بیش اعتمادی و اثربخشی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. همچنین بین بیش اعتمادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. چن و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی با موضوع اعتماد بیش از حد به مدیران و عملکرد بلندمدت شرکت در سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که بین اعتماد بیش از حد به مدیران و عملکرد بلندمدت شرکت در سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بن محمد و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیقی با موضوع فراسرمایه‌گذاری و اعتماد بیش از حد به مدیران به این نتیجه رسیدند که بین فراسرمایه‌گذاری و اعتماد بیش از حد به مدیران رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. لین و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیقی با موضوع بیش اعتمادی مدیران و فراسرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در تایوان به این نتیجه رسیدند که بین بیش اعتمادی مدیران و فراسرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در تایوان رابطه معناداری وجود دارد. مالمندیر و تاته^{۱۱} (۲۰۱۵) در تحقیقی با موضوع «سرمایه‌گذاری مضاعف و بیش اعتمادی مدیران» به این نتیجه رسیدند که بین سرمایه‌گذاری مضاعف و بیش اعتمادی مدیران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. وانگ و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی با موضوع «سرمایه‌گذاری مضاعف، ناطمینانی تورم و بیش اعتمادی مدیران» به

این نتیجه رسیدند که بین سرمایه‌گذاری مضاعف، نااطمینانی تورم و بیش اعتمادی مدیران رابطه معناداری وجود دارد. رایبر^{۱۲} (۲۰۱۷) در تحقیقی با موضوع «سرمایه‌گذاری مضاعف و بیش اعتمادی مدیران» به این نتیجه رسیدند که بین سرمایه‌گذاری مضاعف و بیش اعتمادی مدیران رابطه معنی‌داری وجود دارد. لو ولتو (۲۰۱۷) در تحقیقی با موضوع «بررسی رابطه فراسرمایه‌گذاری و بیش اعتمادی مدیران» به این نتیجه رسیدند که بین فراسرمایه‌گذاری و بیش اعتمادی مدیران رابطه معنی‌داری وجود دارد که این رابطه بصورت مثبت و مستقیم می‌باشد. موئز و آمینا (۲۰۱۸) در تحقیقی با موضوع «فراسرمایه‌گذاری، جریانهای نقدی آزاد و بیش اعتمادی مدیران» به این نتیجه رسیدند که بین فراسرمایه‌گذاری و جریانهای نقدی آزاد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین فراسرمایه‌گذاری و بیش اعتمادی مدیران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اما بین جریانهای نقدی آزاد و بیش اعتمادی مدیران رابطه‌ای مشاهده نشد.

۴- چارچوب نظری تحقیق

بیش اعتمادی یا اعتماد به نفس بیش‌ازحد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناختی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش اعتمادی، سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زند و احساس کند بر مسائل و رویدادها کنترل دارد در حالی که ممکن است این‌گونه نباشد (فروغی و نخبه فلاح، ۱۳۹۷). تحقیقات قبلی نشان داده است که مدیران بیش اعتماد به احتمال زیاد حسابداری محافظه‌کارانه‌ی کمتری را مورد استفاده قرار داده‌اند (احمد و دوئلمن ۲۰۱۹) همچنین به دلیل تعصب خوش‌بینانه نسبت به درآمد، قبل از به وقوع پیوستن آن، اظهارات غلطی را در مورد میزان درآمد انجام می‌دهند (شرانت و سگمان، ۲۰۱۹). علاوه بر موارد گفته شده مدیران دارای بیش اعتمادی، علاقه‌ی بسیار زیادی به سود واقعی شرکت دارند. به علاوه تحقیقات نشان داده است این‌گونه مدیران کنترل‌های داخلی غیر مؤثری را برقرار می‌کنند. در ابتدا، در تمامی رویکردهای تجربی، یک نکته‌ی مشترک و مهم ذکر شده و مورد استفاده قرار گرفته است و آن در واقع این فرض است که فعالان بازار مالی و مدیران همیشه به صورت عقلانی عمل کرده‌اند. لی، ژاوو و سانگ (۲۰۱۹) این‌گونه توضیح می‌دهند که اعتماد به نفس کاذب در واقع یک درجه‌بندی اشتباه و عمومی در زمینه‌ی اعتقادات است. آن‌ها در این باره بیشتر توضیح می‌دهند و اعلام می‌کنند که افراد خود رأی، اعتقادات و گمان‌های خود را به صراحت دست بالا و ریسک فعالیت‌های پرمخاطره را دست کم می‌گیرند. از طرفی، به طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت، فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. برتلند و مولاپنتان (۲۰۱۸) معتقدند از جمله عواملی که می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد بیش اعتمادی مدیران است. بیش اعتمادی مدیران نقش مؤثری در توسعه سرمایه‌گذاری و کارایی آن ایفا می‌نماید. روش‌های متعددی برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۱۹) فزاری، هوبارد و پترسن (۲۰۱۸) مدلی را ارائه دادند که بر مبنای آن، ایشان معتقد بودند که فرصت‌های رشد

شرکت باید سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت را توجیه کند. لذا مدل رگرسیونی را ارائه دادند و بیان داشتند که مقادیر خطای حاصل نشان‌دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. ریچاردسون (۲۰۱۸) از فروش به عنوان متغیری برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده کردند. بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۱۹) در تحقیق خود از این فرض استفاده کردند که اگر سرمایه‌گذاری سال آینده بیشتر از رشد فروش باشد به این معنا است که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و اگر سرمایه‌گذاری سال آینده کمتر از حد انجام شده است. از باشد، باقیمانده‌ی مدل ایشان منفی است و به این معنا است که سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام شده است. از سوی، تغییرات مداوم نرخ تورم در اقتصاد ایران و تغییراتی که در رویکرد سرمایه‌گذاری سهامداران طی سال‌های اخیر در بازار بورس تهران ایجاد شده است و با توجه به علمی و تخصصی‌تر شدن روند معاملات و نیز مطالعات اندکی در این زمینه انجام شده است (پاشایی فام و امیدی پور، ۱۳۹۸).

لذا بر اساس مبانی فوق فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر تدوین گردید:

- ۱) عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
- ۲) بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
- ۳) تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره عدم اطمینان از نرخ تورم کم است.

۵- روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف جزء تحقیقات کاربردی به حساب می‌آید. همچنین این تحقیق از نظر روش‌شناسی، از نوع تحقیقات پس رویدادی می‌باشد. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نظر نوع توصیفی - پیمایشی از نوع همبستگی و بر اساس معادلات رگرسیونی است.

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ می‌باشند که در این سال‌ها صورت‌های مالی خود را به سازمان بورس اوراق بهادار ارائه نموده‌اند. علت این امر نیز دسترسی به اطلاعات قابل اتکا و صورتهای مالی حسابرسی شده می‌باشد که تعداد ۱۲۲ شرکت به صورت غربال‌گری و مطابق مدل آلتمن انتخاب گردید. متغیرهای تحقیق شامل؛ افزایش در سرمایه‌گذاری (Over invest)؛ درصد تغییرات میزان سرمایه‌گذاری سال جاری نسبت به سال قبل.

عدم اطمینان از نرخ تورم (Inflation uncertainty)؛ در این تحقیق از مدل ARCH به عنوان جانشینی برای نااطمینانی تورمی استفاده می‌شود. در مدل‌های سنتی ثابت بودن واریانس جملات اخلال همواره یکی از فرض اصلی به حساب می‌آمد که برای رهایی از این فرض محدود کننده روش جدیدی موسوم به ARCH را انگل (۱۹۸۲) پایه‌گذاری کرد. یکی از دلایل استفاده از آن وجود خطاهای پیش بینی کوچک و بزرگ در خوشه‌های

مختلف یک سری می باشد مانند وجود عینی مسائلی از جمله تغییرات نرخ تورم نرخ ارز و ... مشاهده نمود بطوریکه در طی سالهای مختلف رفتارهای متفاوتی را سری مذکور از خود به نمایش بگذارد در چنین شرایطی انتظار براین است که واریانس در طول روند تصادفی سری ثابت نبوده و تابعی از رفتار جملات خطا باشد. ARCH که مدل خودرگرسیون واریانس ناهمسانی شرطی تعمیم یافته می باشد گسترش یافته و تعمیم یافته مدل ARCH میباشد که توسط انگل بیان شد که میتوان همزمان خودرگرسیونی و میانگین متحرک را با هم در ناهمسانی واریانس در مدل GARCH بکار گرفت.

$$vt2 = t0 + t1 et-12 + t2 et-22 + \dots + tn et-n2 + Ut$$

که در آن؛

vt2: مجموع واریانس نرخ تورم

et-12: واریانس نرخ تورم سال جاری نسبت به سال قبل

Ut: پسماند مدل

بیش اعتمادی (Ovconfidence): برای محاسبه این متغیر از مدل مالمندی پر و تاته ۱۳ (۲۰۰۸) استفاده می گردد که نحوه سنجش آن به شرح زیر می باشد؛

$$SGit = \beta_0 + \beta_1 * AGit + eit$$

که در آن؛

SGit: رشد فروش در پایان دوره مالی t؛

AGit: رشد داراییها در پایان دوره مالی t برای شرکت i که جهت سنجش رشد فروش و داراییها از رابطه زیر استفاده می شود:

$$SGit = (Sit - Sit-1) / Sit-1$$

$$AGit = (TAit - TAit-1) / TAit-1$$

که در آن؛

Sit: میزان فروش در پایان دوره مالی t برای شرکت i؛

Sit-1: در پایان دوره مالی t-1 برای شرکت i؛

TAit: میزان داراییهای در پایان دوره مالی t برای شرکت i؛

TAit-1: میزان داراییها در پایان دوره مالی t-1 برای شرکت i، و

eit: باقیمانده رگرسیونی در پایان دوره مالی t برای شرکت i.

مقدار مثبت eit بیانگر سرمایه گذاری بیش از حد در داراییها (بیش اعتمادی) و مقدار منفی آن بیانگر سرمایه گذاری کمتر از حد در داراییها (اعتماد کمتر) است.

متغیرهای کنترل؛

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی داراییهای شرکت

اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی به داراییهای شرکت

جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO):

استهلاک+تغییرات در بدهیهای جاری(-)+تغییرات در داراییهای جاری(+)-سود عملیاتی=جریان وجوه نقد عملیاتی

نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار (B/M): از نسبت ارزش دفتری سهام عادی شرکت به قیمت بازار آن بدست می‌آید.

بازده دارایی‌ها (ROA): نرخ بازده دارایی‌ها، از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید و بیانگر بازده کسب شده از دارایی‌ها است. چرخه تجاری (BC)؛ چرخه تجاری (رونق و رکود) حاصل تفاوت روند تولید ناخالص داخلی حقیقی می‌باشد. هر سالی که در آن مقدار تولید ناخالص داخلی حقیقی از مقدار روند بیشتر باشد، رونق بر فعالیت اقتصادی حاکم بوده و هر سالی که در آن مقدار تولید ناخالص داخلی حقیقی از مقدار روند کمتر باشد، رکود بر فعالیت اقتصادی حاکم است.

۶- یافته‌ها

در این قسمت، میانگین (معیارهای مرکزی)، انحراف معیار، بیشینه و کمینه (معیارهای پراکندگی) متغیرهای مورد استفاده محاسبه و در جدول شماره ۱ آورده شده است.

جدول ۱. شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

BC	CFO	ROA	SIZE	LEV	B/M	Over invest	Inflation uncertainty	OverConf	
0.088	4۰.3۰	0.495	11.462	0.432	95۲0.	0.312	0.188	۲۲۳0.	میانگین
0.101	56۴.۰	.859	14.621	0.621	۰,۴۱۶	۰,۴۴۹	۰,۲۲۴	0.451	حداکثر
0.007	.021۰	0.109	10.351	0.187	۱۰۱0.	۰,۰۸۸	۰۱۱0.	0.070	حدأقل
0.925	1.129	0.405	3.404	0.948	0.405	0.325	۳۱۱0.	0.168	انحراف معیار
-1.111	-1.201	-0.628	0.842	-0.222	-0.628	0.056	-0.507	-0.259	ضریب چولگی
0.201	0.699	0.284	-0.176	0.884	0.284	0.025	0.551	0.224	ضریب کشیدگی
0.125	0.197	0.705	0.197	0.497	0.705	0.625	0.552	0.114	احتمال
۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	۸۵۴	تعداد مشاهدات

میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص مرکزی به شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. همان‌طور که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر اعتماد بیش از حد به مدیریت ۰/۲۲۳ است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می‌نمایند. یکی از مهم‌ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می‌باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر بیش اعتمادی مدیران، ۰/۱۶۸ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر بیش اعتمادی مدیران با ۰/۴۵۱ و کمترین مقدار آن برابر با ۰/۰۷۰ است. ویژگی‌های کیفی سایر متغیرها نیز در جدول شماره ۴-۱ مشهود است. از سویی با توجه به سطح احتمال محاسبه شده برای متغیرهای تحقیق که بیش از ۰,۰۵ بدست آمده، نشان می‌دهد توزیع متغیرهای تحقیق نرمال است.

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

لازم است که قبل از آزمون فرضیه‌های تحقیق، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضرایب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کوارینانس تغییری نکنند، در آن صورت متغیرماناست و در غیر این صورت متغیر، ناماناست خواهد بود. فرضیه‌های مربوط به مانایی متغیرها به صورت زیر می‌باشد:

H_0 : متغیر ناماناست

H_1 : متغیر ماناست

مانایی متغیرها در سه حالت «در سطح»، «روی تفاضل اول» و «روی تفاضل دوم» می‌تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آن‌ها «در سطح» کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتی که بیشتر از ۰,۰۵ باشد، ناماناست. نتایج آزمون مانایی در جدول (۳-۴) درج گردیده است. آزمون ریشه واحد دیکی فولر، از مناسبترین آزمونها برای بررسی پایا بودن است. دیکی فولر تحت فرضیه صفر $p=1$ که قبول آن به این معنی است که سری زمانی دارای ریشه واحد بوده و نایستا می‌باشد و با این فرض که فرآیند واقعی تولید داده‌ها بدون عرض از مبدأ می‌باشد. آزمون ایستایی با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی فولر برای متغیرانجام گرفته است. همانگونه که در جدول (۳-۴) ملاحظه می‌شود با توجه به این که سطح معناداری محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای تحقیق کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده نشان می‌دهد همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم‌جمعی^{۱۴} نداریم.

جدول ۲: نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	آماره	احتمال	نتیجه آزمون
OverConf	-11.12524	0.0011	متغیر مانا است
Inflation uncertainty	-17.5265	0.0000	متغیر مانا است

نتیجه آزمون	احتمال	آماره	متغیرها
متغیر مانا است	0.0000	-14.523654	Over invest
متغیر مانا است	0.0000	-33.41256	B/M
متغیر مانا است	0.0000	-28.731852	LEV
متغیر مانا است	0.0000	-26.46589	SIZE
متغیر مانا است	0.0000	-34.23565	ROA
متغیر مانا است	0.0000	-28.36254	CFO
متغیر مانا است	0.01251	-10.252141	BC

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون هادری

ابتدا با استفاده از آزمون هادری، تست نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج آزمون هادری (احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵) تمامی متغیرها نرمال هستند. نتایج آزمون هادری در جدول (۳) نشان داده شده است.

H_0 : متغیر دارای توزیع غیرنرمال است.

H_1 : متغیر دارای توزیع نرمال است.

جدول ۳: نتایج آزمون هادری

نتیجه آزمون	سطح احتمال	مقدار آماره	متغیرها
توزیع نرمال	0.0000	-۲۲,۱۶۳۲۵	OverConf
توزیع نرمال	0.0000	-۱۹,۶۳۲۷۱	Inflation uncertainty
توزیع نرمال	0.0000	۳۶۲۹۷.۱۷۰	Over invest
توزیع نرمال	0.0000	۵۲۳۴۷۱.۲۲-	B/M
توزیع نرمال	0.0000	۴۹۵۲۰۱.۲۰-	LEV
توزیع نرمال	0.0000	۵۳۹۷۴.۱۶-	SIZE
توزیع نرمال	0.0009	۴۹۶۵۲۱.۱۴-	ROA
توزیع نرمال	0.0000	-۲۰,۲۳۶۵۴	CFO
توزیع نرمال	0.00254	-15.25487	BC

ناهمسانی واریانس‌ها

با توجه به سطح معنی‌داری بیشتر از ۰/۰۵ آزمون وایت در هر دو نوع می‌توان گفت که مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس نیست. مدل تابلویی با اثر تصادفی به خودی خود مدلی است که برآوردهای آن به صورت وزنی محاسبه می‌گردد.

جدول (۴): آزمون وایت برای بررسی ناهمسانی واریانس

مدلهای تحقیق	نوع آزمون	مقدار اماره	سطح معنی داری
۱	آزمون وایت	0.971	0.3214
۲	آزمون وایت	0.9318	0.3341
۳	آزمون وایت	0.8529	0.3708

آزمون عدم هم خطی (VIF)

برای بررسی هم خطی چندگانه از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده می‌گردد. اگر این مقدار بیش از ۵ باشد باید به هم خطی شدید چندگانه مشکوک شد. طبق جدول بالا این مقدار برای همه متغیرها کمتر از ۵ است، پس این مفروضه نیز مخدوش نشده است.

جدول (۵): عامل تورم واریانس متغیرهای پژوهش

VIF	متغیرها
1.088	OverConf
1.268	Inflation uncertainty
2.074	Over invest
2.044	B/M
1.927	LEV
1.887	SIZE
1.928	ROA
2.333	CFO
3.056	BC

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

قبل از تخمین مدل‌های تحقیق لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰.۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آن‌ها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰.۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل «اثرات تصادفی» و «اثرات ثابت» می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده گردیده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰.۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰.۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدلها استفاده شده است. همانطور که در جدول (۶) منعکس گردیده است.

جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نتیجه	آزمون هاسمن		نتیجه	آزمون F لیمر		مدل
	آماره	احتمال		آماره	احتمال	
اثرات ثابت	۳,۲۱۴	۰,۰۱۱	روش تلفیقی	۱.۴۲۵	۰.۲۴۴	مدل فرضیه اول
	۱.۶۳۴	۰.۴۳۱	روش تابلویی	۳.۲۹۷	۰.۰۰۵	مدل فرضیه دوم
اثرات ثابت	۵,۲۱۴۲	۰,۰۰۸	روش تلفیقی	۱.۴۹۸	۰.۱۶۹	مدل فرضیه سوم

آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

H_0 : در عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.

H_1 : عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، مقدار آماره دوربین واتسون $1/988$ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می‌دهد. در نهایت با توجه به سطح معناداری آزمون F که $0/000$ بدست آمده (چون این مقدار کمتر از $0/05$ است) نشان می‌دهد که پراکندگی داده‌ها نسبت به خط رگرسیون دارای پراکندگی منطقی و معقول می‌باشد. مقدار احتمال یا سطح معناداری چون کمتر از $0/05$ است می‌توان فرض صفر را رد کرد. این امر به این معنی است که عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد که با توجه به ضریب محاسبه شده چون بین ۰ و

۱- می‌باشد، بصورت منفی و معکوس می‌باشد. عبارتی با افزایش عدم اطمینان از نرخ تورم بر سرمایه‌گذاری در شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد. از سویی با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای این متغیرها که ۰,۷۳۷۴ بدست آمده نشان می‌دهد عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش سرمایه‌گذاری ۷۳,۷۴ درصد تأثیر در جهت عکس دارد. در نهایت نتایج نشان داد مقدار احتمال یا سطح معناداری برای تمامی متغیرهای کنترل چون بیش از ۰/۰۵ است می‌توان گفت رابطه معناداری بین متغیرهای کنترل نسبت بدهی، اندازه شرکت، بازده داراییها و جریانهای نقدی آزاد با افزایش در سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

جدول (۲): آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T استیودنت	سطح معناداری
Inflation uncertainty	842۴0.-	0.1111	-۴,۳۵۸۱	۰۰۰۰0.
B/M	-0.1342	0.0475	-2.8249	0.0394
LEV	-0.0203	0.1334	-0.1521	0.8795
SIZE	0.0214	0.0135	1.5794	0.3561
ROA	0.0785	0.0416	1.8835	0.3075
CFO	۰,۱۲۶۸	۰,۰۷۵۴	۱,۶۸۲۱	۰,۳۳۲۱
BC	0.2125	0.05248	4.0491	0.0000
ضریب ثابت	641۰0.	0.0360	۱,۷۸۱۱	۳۱۴۵۱0.
ضریب تعیین	0.751204			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.737454			
آماره F	33.84658			
سطح معناداری F	0.000000			
آماره دوربین واتسون	1.988584			

فرضیه دوم: بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

H_0 : بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری ندارد.

H_1 : بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکتهای دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده، مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۰۶۴ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می‌دهد. در نهایت با توجه به سطح معناداری آزمون F که ۰/۰۰۰ بدست آمده (چون این

مقدار کمتر از ۰/۰۵ است) نشان می‌دهد که پراکندگی داده‌ها نسبت به خط رگرسیون دارای پراکندگی منطقی و معقول می‌باشد. مقدار احتمال یا سطح معناداری چون بیشتر از ۰/۰۵ است می‌توان فرض صفر را رد کرد. این امر به این معنی است که بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد که با توجه به ضریب بدست آمده که بین ۰ و ۱+ قرار گرفته نشان می‌دهد این اثرگذاری مثبت و مستقیم می‌باشد. همچنین با توجه به ضریب تعیین بدست آمده این اثرگذاری به اندازه ۸۴,۴۸ درصد می‌باشد. در نهایت نتایج نشان داد مقدار احتمال یا سطح معناداری برای متغیر کنترل CFO چون بیشتر از ۰/۰۵ است می‌توان گفت رابطه معناداری بین متغیر کنترل فوق با افزایش در سرمایه‌گذاری وجود ندارد. اما برای سایر متغیرهای کنترل این گونه نیست.

جدول (۳): آزمون فرضیه دوم تحقیق

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T استیودنت	سطح معناداری
OverConf	0.4154	0.05218	7.96090	0.0000
B/M	0.1738	0.0543	3.1975	0.0000
LEV	0.2648	0.0883	2.9974	0.0415
SIZE	0.14685	0.0515	2.8465	0.0335
ROA	0.1774	0.0355	4.9845	0.0154
CFO	۰,۱۲۰۵۳	۰,۱۰۲۱۴	۱,۱۸۰۱۱	۰,۲۳۱۲
BC	0.1119	0.0915	1.2228	0.1644
ضریب ثابت	0.0987	0.1129	0.8739	0.5198
ضریب تعیین	0.84485			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.83877			
آماره F	50.7475			
سطح معناداری F	0.000000			
آماره دوربین واتسون	2.0648578			

فرضیه سوم: تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ناطمینانی تورم کم است.

H_0 : تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ناطمینانی تورم زیاد است.

H_1 : تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ناطمینانی تورم کم است.

با توجه به نتایج بدست آمده، مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۹۸۱ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می‌دهد. در نهایت با توجه به سطح معناداری آزمون F که ۰/۰۰۰ بدست آمده (چون این

مقدار کمتر از ۰/۰۵ است) نشان می‌دهد که پراکندگی داده‌ها نسبت به خط رگرسیون دارای پراکندگی منطقی و معقول می‌باشد. مقدار احتمال یا سطح معناداری چون بیشتر از ۰/۰۵ است نمی‌توان فرض صفر را رد کرد. این امر به این معنی است که تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره نااطمینانی تورم زیاد است. در نهایت نتایج نشان داد مقدار احتمال یا سطح معناداری برای متغیر کنترل CFO چون بیشتر از ۰/۰۵ است می‌توان گفت رابطه معناداری بین متغیر کنترل فوق با افزایش سرمایه‌گذاری وجود ندارد. اما برای سایر متغیرهای کنترل این گونه نیست.

جدول (۴): آزمون فرضیه سوم تحقیق

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T استیودنت	سطح معناداری
OverConf	0.4154	0.05218	7.96090	0.0000
Inflation uncertainty	842۴0.-	0.1111	-۴,۳۵۸۱	۰۰۰۰0.
Ov*InfUn*D1	۲۵۱0.1	0.0815	1.5349	0.11524
B/M	۱۲۵۵0.	0.0355	3.5352	۰۰۰۰0.
LEV	۲۵۴۱-0.	0.0239	-10.6318	۰۰۰۰0.
SIZE	۳۶۲۵-0.	0.0255	-14.2157	0.0000
ROA	۱۲۹۹0.	۱۰۴۵0.	1.2430	۵۲۴۱0.
CFO	۰۴۹۵0.	۰۷۵۹0.	0.6521	۸۱۴۵0.
BC	۳۵۱۴0.	۱۱۲۵0.	3.1235	۰۰۰۰0.
ضریب ثابت	۱۶۲۵0.	۱۶۱۰0.	1.0093	۶۷۴۴0.
ضریب تعیین	۷۹۸۵۴0.			
ضریب تعیین تعدیل شده	۷۹۷۴۱0.			
آماره F	۹۱۰۸.۵۸			
سطح معناداری F	0.0000			
آماره دوربین واتسون	۹۸۱۳۴.۱			

۷- بحث و نتیجه‌گیری

عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. نتایج تحقیق حاضر مشابه و همراستا با نتایج تحقیق نوروزی (۱۳۹۴) در داخل کشور و مشابه و همراستا با نتایج تحقیق وانگ و همکاران (۲۰۰۹)، مالمدیر و تانه (۲۰۱۵) و وانگ و همکاران (۲۰۱۶) و رایبر (۲۰۱۷) در خارج از کشور می‌باشد. تصمیم‌گیری در مورد افزایش

سرمایه‌گذاری به معنی توسعه فعالیت‌های شرکت و گسترش مرزهای فعالی شرکت، همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. از آن‌جا که مدیران شرکت به عنوان نمایندگان سهام‌داران در شرکت فعالیت می‌کنند و باید در راستای منافع آن‌ها گام بردارند، لذا تلاش آن‌ها در جهت اتخاذ تصمیماتی برای افزایش سرمایه‌گذاری به گونه‌ای است که در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام‌داران است، تأثیر مثبت بر جای گذارند. بنابراین تعیین یک ترکیب بهینه از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها دارای اهمیت ویژه‌ای است. برای این منظور، مدیران باید به‌خوبی از تأثیر متغیرهایی که می‌توانند بر ساختار سرمایه و سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر بگذارند، آگاه باشند تا با نگرشی صحیح، اقداماتی آگاهانه و برخاسته از نظریات علمی را در راستای دستیابی به یک ساختار سرمایه بهینه انجام دهند. ناطمینانی فضایی است که در آن تصمیم‌گیرنده‌ها و عاملین اقتصادی نسبت به میزان و جهت تغییر متغیرها مطمئن نیستند. با در نظر گرفتن دیدگاه گالوب (۱۹۹۴)، ناطمینانی ناشی از نوسانات متغیرها دو نوع اثر اقتصادی دارد: نخست اینکه موجب می‌شود تا عاملین اقتصادی اعم از بنگاه‌ها و مصرف‌کنندگان تصمیم‌های اقتصادی را اتخاذ کنند که متفاوت از آن چیزی باشد که انتظار داشته‌اند. دسته دوم اثرها در جریان بعد از اخذ تصمیم جای می‌گیرند و این موقعی اتفاق می‌افتد که مقدار واقعی متغیر از آنچه پیش‌بینی شده بود، متفاوت باشد. با توجه به این‌که محوریت مطالعات انجام گرفته در مورد ساختار سرمایه حول ویژگی‌های درون شرکتی بوده و اخیراً مطالعات، وارد فاز جدیدی شده و سایر عوامل را مد نظر قرار داده‌اند، لذا به دلیل کمبود وجود مطالعات در مورد تأثیر عوامل اقتصادی بر ساختار سرمایه‌گذاری در کشور ایران و شرایط ناطمینانی حاکم بر متغیرهای کلان اقتصادی، در این تحقیق اثر عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش سرمایه‌گذاری مورد تأیید قرار می‌گیرد.

بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. نتایج تحقیق حاضر مشابه و همراستا با نتایج تحقیق نوروزی (۱۳۹۴) در داخل کشور و مشابه و همراستا با نتایج تحقیق وانگ و همکاران (۲۰۰۹)، مالمندیر و تاته (۲۰۱۵) و وانگ و همکاران (۲۰۱۶) و رایبر (۲۰۱۷) در خارج از کشور می‌باشد. بیش اعتمادی (خوش‌بینی) مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. هیتون (۲۰۰۲)؛ مالمیندر و تیت (۲۰۰۵) در پژوهش‌های گذشته در این حوزه اثرات بیش اعتمادی در سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. به اعتقاد آنها بیش اعتمادی در شرایط خاص می‌تواند منافی هم برای شرکت داشته باشد. در مبانی نظری، مدیران بیش اعتماد بعنوان مدیرانی که بطور منظم بازده‌های آتی از پروژه‌های شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریان‌ات نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویدادهای منفی مؤثر بر جریان‌ات نقدی شرکت خود را کمتر از حد واقع برآورد می‌کند، شناخته می‌شود. هیتون (۲۰۰۲) نشان داد که مدیران بیش اعتماد، پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی منفی را به طور عمد بعنوان سرمایه‌گذاری‌هایی با ارزش خالص مثبت در نظر می‌گیرند. کوردیرو (۲۰۰۹)؛ دشماخ و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که مدیران بیش اعتماد تمایل به پرداخت سود کمتری نسبت به سایر مدیران دارند. همچنین مالمیندر و همکاران (۲۰۱۱) بررسی نموده‌اند که بیش اعتمادی مدیران منجر به تحریف در سیاست‌های مالی شرکت

می‌شود. پژوهش‌های اخیر در حسابداری به بررسی کاربرد بیش اعتمادی مدیران بر پیش‌بینی سود، گزارش اشتباه یا تقلب پرداخته است. یکی از پژوهش‌هایی که در این زمینه توسط شرنند و زخمن (۲۰۱۱) انجام شده که به رابطه‌ی مثبت بین بیش اعتمادی مدیریت و احتمال تقلب در صورت‌های مالی پی برده اند و همچنین نشان دادند که نظارت درون سازمانی و برون سازمانی از طریق مکانیزم حاکمیت شرکتی قادر به کاهش این اثر نیست. به گونه‌ای متفاوت بسیاری از مطالعات روان شناختی بحث نموده اند که مردم عادی تمایل به بیش اعتمادی دارند.

تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره نااطمینانی تورم کم است. نتایج تحقیق حاضر مشابه با نتایج تحقیق نوروزی (۱۳۹۴) در داخل کشور و مغایر با نتایج تحقیق وانگ و همکاران (۲۰۰۹)، مالمندیر و تاته (۲۰۱۵) و وانگ و همکاران (۲۰۱۶) و رایبر (۲۰۱۷) در خارج از کشور می‌باشد.

۸- پیشنهاد در راستای نتایج تحقیق

۱) با توجه به این که عدم اطمینان از نرخ تورم بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد لذا پیشنهاد می‌شود سیاست کاهش نرخ تورم در دستور کار سیاستگذاران اقتصادی قرار بگیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود با عنایت بر اثر رشد نقدینگی بر تورم، بانک مرکزی با مهار نرخ رشد نقدینگی و اعمال سیاست‌های انضباط‌گرای پولی و به عبارتی ضد تورمی در جهت کاهش تورم گام بر دارد. همچنین با توجه به رد شدن فرضیه هلند (۱۹۹۵) بطور ضمنی می‌توان چنین نتیجه گرفت که بانک مرکزی از درجه استقلال کمتری برخوردار می‌باشد. به عبارتی پیامد سیاستی دیگر این است که هرچه استقلال بانک مرکزی در جهت ثبات قیمت‌ها بیشتر باشد این استقلال همراه با نرخ تورم پایین و نااطمینانی تورمی کمتری خواهد بود.

۲) با توجه به این که بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دچار درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد پیشنهاد می‌شود بانک اطلاعاتی ویژه مدیران به منظور دسترسی آسان فعالان بازار و محققین به داده‌های مربوط به مدیران شرکت‌ها، راه‌اندازی شود. به ویژه آنکه در ایران به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات مربوط به مدیران، تحقیقات بسیار کمی در رابطه با این موضوعات انجام گرفته است و هنوز مدیران در کشور ما جزئی مبهم از اجزای شرکت‌ها هستند.

۳) با توجه به این که تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر افزایش در سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای درماندگی مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره نااطمینانی تورم کم است، پیشنهاد می‌شود صداقت پایه و اساس اعتمادسازی در بین مدیران و صاحبان صنایع شروع و تا رده‌های پایین ادامه یابد. همچنین صاحبان صنایع با ایجاد جلسات هم‌اندیشی و سمینارهای مشترک بین مدیران و سهامداران و کارکنان و ایجاد تعامل مشترک بین تمامی منابع انسانی دخیل در صنایع، اعتمادسازی و ایجاد جو آکنده از اعتماد را بین آنها ایجاد و تقویت و انگیزش آنها برای تحقق اهداف مشترک را فراهم نمایند.

فهرست منابع

- * بزرگ‌اصل، موسی و بیستون صالح‌زاده، (۱۳۹۳)، «بیش اعتمادی به مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی»، مجله دانش حسابداری، سال ۵، شماره ۱۷.
- * بزرگ‌اصل، موسی و بیستون صالح‌زاده، (۱۳۹۴)، «رابطه بیش اعتمادی و پایداری سود و جریانهای نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله دانش حسابداری، سال ۱۴، شماره ۵۸.
- * پاشایی فام، رامین، امیدی پور، رضا، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام در اقتصاد ایران. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۷ (۵۰)، ۹۳-۱۱۳.
- * پورحیدری، امید و مهدی کوپائی حاجی، (۱۳۸۹)، پیش‌بینی بحران مالی با استفاده از مدل مبتنی بر تابع تفکیکی خطی، مجله پژوهش حسابداری مالی، شماره ۱، دوره ۳، ص ۳۳-۴۶.
- * پیرمرادی، فاطمه، علی‌نژاد ساروکلانی، مهدی و عباس شول، (۱۳۹۴)، «بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر کیفیت اقلام تعهدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، مرکز همایشات بین‌المللی صدا و سیما، تهران.
- * پیری، پرویز، ایمانی برندق، محمد، توبره‌ریزی، شهرزاد، کاظمی، فرامرز و نوید انصاری راد. (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین نااطمینانی تورم و هموارسازی سود با پاداش پرداخت شده به اعضای هیأت مدیره»، فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال ۲، شماره ۱، پیاپی ۳، ص ۹۳-۱۱۳.
- * دارابی، رویا، محمدی، صلاح و پرستو صالحی، (۱۳۹۲)، «تبیین اعتماد بیش از حد به مدیران بر کیفیت گزارشگری و عوامل موثر در این ارتباط»، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره دوم، شماره پیاپی ۱.
- * ستایش، محمدحسین، محمدیان، محمد و زینب مهتری، (۱۳۹۴)، «بررسی اثر تعاملی بیش اعتمادی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۷، شماره ۱، ص ۷۷-۱۰۶.
- * عباس‌زاده، محمدرضا، اعتمادی، علی و بهزاد بیگی، (۱۳۹۵)، «تأثیر اعتماد بیش از حد بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و اقتصاد، مرکز همایشات بین‌المللی صدا و سیما، تهران.
- * فروغی داریوش و نخبه فلاح، (۱۳۹۳)، «تأثیر بیش اعتمادی بر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۳، ص ۱۳۶-۱۲۳.
- * فروغی، داریوش و نخبه فلاح، زهرا، (۱۳۹۷)، اطمینان بیش از حد مدیریتی به اعضای هیأت مدیره و محافظه‌کاری شرکتهای بورسی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۸ (۲)، ۳۳-۴۲.
- * نوروزی، علی، (۱۳۹۴)، «بررسی تأثیر نااطمینانی نرخ تورم و عدم تقارن اطلاعاتی بر سرمایه‌گذاری مضاعف شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت، تهران.

* نیکبخت، رحمان، نورعلیزاد، فرهاد و محمد رجبی، (۱۳۹۵)، «بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مدیریت مالی، دوره ۷، شماره ۲، ص ۱۶-۲۸.

- * Ben Mohamed, E., Fairchild, R., & Bouri, A. (2015). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: new evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19(36), 11-18.
- * Chen, I. J., & Lin, S. H. (2013). Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation. *Multinational Finance Journal*, 17(3/4), 295-340.
- * Chen, S.S., Ho, K.Y. and Ho, P.H. (2014) CEO Overconfidence and Long-Term
- * Hribar, P. (2017). "Managerial overconfidence and corporate investment", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 35, No. 2, pp 100-119.
- * Kim, J. B; Wang, Z; and Liandong Zhang. (2015). "CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk", Available at URL: [Http://www.ssm.com](http://www.ssm.com).
- * Lara, J. M. G; Osmá, B. G; and Penalva, F. (2016). "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 61, No. 1, pp 221-238.
- * Li, Z.L., Zhao, H.P. and Song, Y.F. (2019), "Empirical Research on Managerial Overconfidence and Corporate Financing Behavior of Pecking-Order", *IEEE 16th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management (IE&EM 2019)*, pp. 1496-1500.
- * Lin, Y.-H., Hu, S.-Y. & Chen, M.-S. (2015). Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan. *Pacific -Basin Finance Journal*, 13, 523-546.
- * Liu, Xuanbing. (2017). "Can Overconfident Executives Restrain Overinvestment?", *Modern Economy Journal*, Vol. 8, No. 2, pp 1056-1068.
- * Lu, W and Liu, H. (2017). The empirical study on the relation between managerial overconfidence and over-investment. Published in: *Service Systems and Service Management (ICSSSM), 2016, 13th International Conference*.
- * Malmendier, U; and G. Tate. (2008). "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, No. 1, pp 20-43
- * Malmendier, U; and Tate, G. (2015). "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp 2661-2700.
- * Moez, El Gaied & Zgarni Amina. (2018). "Overinvestment of Free Cash Flow and Manager's Overconfidence", *International Business Research*; Vol. 11, No. 3, pp 48-58.
- * Murphy, S; William, H; Shelli, L; Dubbs, M; Angilletta, J; Robbie, S; Wilson, R; and Fiona Kate Barlow. (2015). "The Role of Overconfidence in Romantic Desirability and Competition", *Personality and Social Psychology Bulletin*, Vol. 25, No. 3, pp 1-17.
- * Performance Following R&D Increases. *Financial Management*, 43, 245-269.
- * Sales, J; Baybordi, A; Aydenlu, M; and Niloofar Asaldoost. (2015). "Measuring the effect of managerial ability on earning quality", *Management Science Letters* 5, pp 821-826.
- * Schrand, C.M. and Zechman, S.L. (2019). "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53 No. 1, pp. 311-329.
- * Wang, X; Zhang, M; and Yu, F. (2009). "Managerial overconfidence and over-investment: Empirical evidence from china. *Frontiers of Business Research in China*", Vol. 3, No. 3, pp 453-469.
- * Wang, Y; Carl, R. Chen; Lifang, Chen; and Ying Sophie Huang. (2016). "Overinvestment, inflation uncertainty, and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations", *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 38, No. 2, pp 54-69.

- * Xiao, L., & Zhou, A. (2017). The Impact of Managers Overconfidence on Corporate Investment. *International Journal of Social Science and Humanity*, Vol. 7, No. 2, pp 109-114.

یادداشت‌ها

¹ Moez & Amina

² Lara

³ Xiao & Zhou

⁴ Wang

⁵ Lu and Liu

⁶ Liu

⁷ Hiton

⁸ Overconfidence

⁹ Rule

¹⁰ Murphy

¹¹ Malmendier and Tate

¹² Hriber

¹³ Malmendier and Tate

¹⁴ Cointegration Test